



PENGARUH MEKANISME CORPORATE GOVERNANCE PADA STRUKTUR KEPEMILIKAN, FAKTOR INTERNAL, DAN FAKTOR EKSTERNAL PERUSAHAAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN (TOBIN'S Q)

**Ema Radhitiya
Agus Purwanto¹**

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

The research aimed to examine the effect of corporate governance mechanism in ownership structure, intern factors, and extern factors on firm value. Intern factors are board size, and growth market. Extern factors are inflation and interest rate. This research was conducted by quantitative method and used data of industry classification listed in Indonesia Stock Exchange (IDX). The data was analyzed separately between among periods using multiple linier regression model. Total sample were 172 companies.

The result of this showed research there are institutional ownership, manajerial ownership, and board size have significant effect and positive effect. Majority ownership, interest rate has positive effect but not significant. Growth market rate, interest rate, and inflation did not have significant influence to the firm value.

Keywords : firm value, ownership structure, agency theory, signaling theory

PENDAHULUAN

Menurunnya nilai perusahaan pada entitas-entitas di Indonesia serta beredarnya kasus teori keagenan menjadi latar belakang maraknya pemberlakuan peraturan *good corporate governance*. Fenomena tersebut didukung oleh beberapa peneliti yang menjelaskan bahwa tata kelola perusahaan memiliki peran penting dalam mempengaruhi kinerja perusahaan di dalam pasar keuangan (Dittmar et al, 2003; Nam dan Nam, 2004). Penelitian penting yang juga terkait dengan pengaruh hubungan tata kelola perusahaan dalam perkembangan pasar keuangan juga dilakukan oleh Jomo (1995), Claessens and Djankov (1998), Himmelberg et al. (1999), Haniffa and Cooke (2000), Nagar et al. (2000), Morck et al. (2000), Suto (2003), Klapper and Love (2004), Chang and Mansor (2005) serta Tam and Tan (2007).

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan argumentasi bahwa penyebab terjadinya konflik keagenan disebabkan karena adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian. Konflik keagenan dapat menurunkan nilai perusahaan. Apabila nilai perusahaan menurun, maka nilai kekayaan yang dimiliki oleh pemegang saham perusahaan yang juga akan menurun atau merugi dan akan berdampak pada pengawasan terhadap pihak manajemen oleh pihak pemilik perusahaan.

Penelitian dengan hasil berbeda yang dilakukan oleh Nenova (2003), Ahunwan (2003), Pinkowitz et al. (2003), Klapper and Love (2004) dan Bebhuck et al. (2004) menemukan bahwa kepemilikan saham mayoritas pada perusahaan memicu menurunnya nilai perusahaan. Kepemilikan blok saham yang cenderung dimiliki oleh pihak *insider* atau manajer cenderung akan berperilaku secara bebas. Menurunnya nilai perusahaan disebabkan karena pemegang saham mayoritas yang dapat mengambil alih hak dari

¹ Corresponding author

pemegang saham minoritas. Dalam hal ini, peneliti fokus pada masalah kepemimpinan mayoritas yang berdampak negatif terhadap nilai perusahaan.

Dalam jurnal Susanti dan Mildawati (2014) yang dikemukakan oleh (Suranta dan Midiastuty, 2003) kepemilikan saham institusional dengan jumlah yang besar dapat mencerminkan adanya tingkat pengendalian yang bagus dalam memonitor pihak manajemen (Faizal, 2004). Semakin besar saham yang dimiliki oleh pihak institusional maka semakin efisien penggunaan aktiva perusahaan serta mampu meminimalisir adanya tindakan konflik keagenan.

Dalam jurnal Susanti dan Mildawati (2014) yang dikemukakan oleh (Suranta dan Midiastuty, 2003) mengemukakan bahwa kepemilikan manajemen merupakan kepemilikan saham biasa pada perusahaan yang dimiliki oleh pihak manajemen. Manajer dapat meningkatkan nilai perusahaan karena dapat bertindak sesuai dengan keinginan pihak *principal* perusahaan (Siallagan dan Machfoedz, 2006). Pihak manajer akan merasa bahwa kedudukan manajer dengan pemilik perusahaan adalah sejajar serta merasa memiliki perusahaan. Dengan demikian pihak manajer akan lebih mawas diri untuk bisa meningkatkan nilai perusahaan.

Kyereboach-Cleman and Biekpe (2006) melakukan penelitian serupa yang diambil dari data perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek di Ghana, menemukan hubungan positif antara ukuran dewan direksi dengan nilai perusahaan. Sedangkan dalam penelitian yang dilakukan oleh Mak and Kusnadi (2005) pada perusahaan yang terdaftar di Malaysia, Singapura, dan Nigeria menemukan adanya hubungan negatif antara ukuran dewan direksi yang besar terhadap nilai perusahaan pada negara-negara tersebut. Dalam hubungannya dengan ukuran dewan direksi, peneliti mengacu pada masalah tentang analisis besar kecilnya ukuran dewan direksi yang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

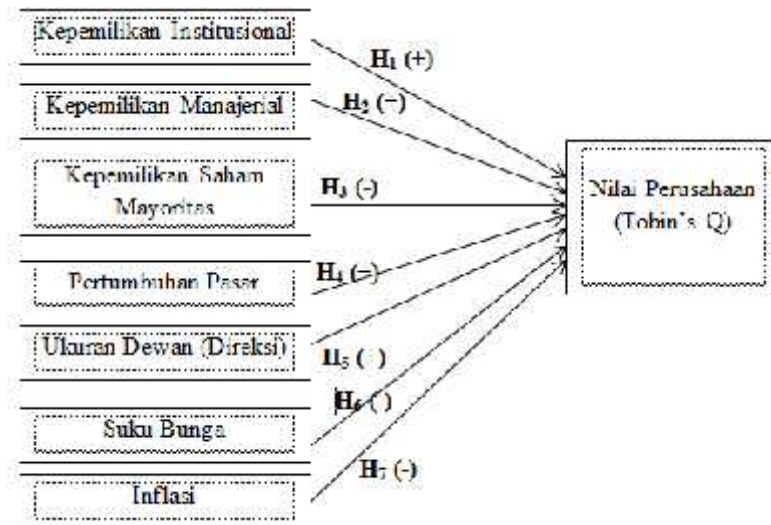
Adanya *agency problem* dapat memicu terjadinya penurunan nilai perusahaan. Nilai perusahaan merupakan interpretasi keberhasilan suatu perusahaan. Jika nilai perusahaan tinggi maka perusahaan tersebut memiliki tingkat keberhasilan yang tinggi pula. Nilai perusahaan yang tinggi merupakan daya tarik bagi investor dalam penanaman saham. Semakin meningkatnya harga saham maka semakin meningkat pula nilai perusahaan, sehingga terjadi pula peningkatan pada kesejahteraan pemilik perusahaan.

Untuk menanggulangi masalah agensi, maka perusahaan akan menerapkan sistem tata kelola perusahaan dalam menghindari penurunan nilai perusahaan. Mekanisme tata kelola perusahaan pada penelitian ini meliputi struktur kepemilikan saham institusional, dimana saham-saham perusahaan dimiliki oleh institusi baik yang bergerak dalam bidang keuangan maupun nonkeuangan, atau badan hukum lain. Kepemilikan saham institusional biasanya efektif dengan melakukan batasan-batasan pada keputusan manajemen, karena kepemilikan saham institusional biasanya bersifat pasif. Selain itu terdapat kepemilikan saham manajerial, adalah kepemilikan saham yang dimiliki oleh anggota direksi maupun komisaris perusahaan. Selanjutnya ada kepemilikan saham mayoritas.

Mekanisme perusahaan terhadap nilai perusahaan juga dipengaruhi oleh faktor internal perusahaan yang meliputi jumlah dewan direksi, dimana peningkatan proporsi dewan direksi tersebut dapat menguntungkan perusahaan akibat adanya diskusi yang lebih heterogen. Faktor internal lainnya adalah pertumbuhan pasar, yang dihitung dari selisih penjualan tahun sekarang dengan tahun sebelumnya dimana selisih yang meningkat tiap tahunnya akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

Faktor eksternal yang meliputi suku bunga, dan tingkat inflasi yang tidak stabil akan menjadi hambatan bagi penilaian kinerja perusahaan. Dan juga akan mempengaruhi proses pengambilan keputusan yang dilakukan oleh pengelola perusahaan.

Gambar 1
Kerangka Pemikiran



Pengaruh Kepemilikan Institusional dengan Nilai Perusahaan

Suatu perusahaan memiliki paling tidak dua jenis kepemilikan saham, yaitu kepemilikan saham institusional dan kepemilikan saham manajerial. Kepemilikan saham institusional merupakan saham yang dimiliki oleh suatu badan hukum, instansi keuangan maupun nonkeuangan. Kepemilikan institusional sebagai pihak pengawas akan menjadi alat yang efektif untuk mengawasi kinerja pengelola perusahaan (Mildawati dan Susanti, 2014). Yang berakibat manajemen akan terdorong untuk meningkatkan kinerjanya, selanjutnya nilai perusahaan akan meningkat.

Kepemilikan saham institusional sebagai pihak pengawas didukung oleh teori keagenan. Menurut teori tersebut perusahaan dengan kepemilikan saham institusional besar dapat meningkatkan tingkat pengawasan terhadap pihak manajemen dan dapat menjadikan biaya pengawasan yang relatif kecil dibandingkan dengan perusahaan yang proporsi saham institusionalnya kecil.

Menurut Faizal (2014) dalam jurnal Susanti dan Mildawati (2014), suatu perusahaan dengan persentase kepemilikan institusional yang besar mengindikasikan kemampuannya dalam melakukan *monitoring* pada perusahaan. Semakin besar kepemilikan institusional maka akan semakin besar pula tingkat pemanfaatan aktiva perusahaan yang efisien.

H1 : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Manajemen dengan Nilai Perusahaan

Kepemilikan saham manajerial adalah bagian persentase yang dimiliki oleh anggota dewan komisaris maupun dewan direksi suatu perusahaan (Suranta dan Midiastuty, 2006) dalam jurnal Susanti dan Mildawati, 2014. Dengan memiliki sebagian dari saham perusahaan, maka manajemen berhak ikut andil dalam pembentukan serta pengambilan keputusan perusahaan (Diyah dan Erman, 2009). Apabila kepemilikan manajerial tergolong rendah maka akan terjadi implikasi yang buruk yaitu terjadinya perilaku *opportunistic* manajemen (Jensen dan Meckling, 1976).

Berdasarkan teori keagenan kepemilikan manajerial akan mendorong pihak manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan, karena pihak pengelola perusahaan akan berasumsi bahwa perusahaan adalah milik mereka. Sehingga pihak manajer akan mensejajarkan perbedaan kepentingan antara pihak *insiders* dengan pihak *outsiders*.

Menyelaraskan perbedaan kepentingan antara pihak manajemen dengan pihak pemegang saham, sehingga konflik agensi yang timbul diasumsikan akan berkurang. Kepemilikan manajerial yang besar akan meningkatkan tingkat pengawasan terhadap perusahaan sehingga meningkatkan kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan yang meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan.

H2 : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Saham Mayoritas dengan Nilai Perusahaan

Kepemilikan saham mayoritas merupakan salah satu bagian penting dalam melaksanakan ketentuan demokratis di pasar keuangan (Kaplan and Minton, 1994). Berdasarkan teori keagenan kepemilikan saham yang terkonsentrasi telah terbukti dapat merugikan pihak pemegang saham minoritas. Hal ini dikarenakan pemegang saham terkonsentrasi atau mayoritas melakukan tindakan manipulasi hak-hak yang dimiliki oleh pemegang saham minoritas. Pengambil alihan yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas memiliki dua bentuk yaitu “*under investment*” dan “*over investment*” pada perputaran arus kas bebas pada pasar keuangan (Pinkowitz et al. 2003).

Pengambil alihan hak-hak pemegang saham minoritas disebabkan oleh beberapa faktor, seperti lemahnya peraturan di dalam pasar keuangan berkembang. Dalam hal ini pemerintah ikut berperan dalam membuat kebijakan dan peraturan di pasar keuangan. Aparatur di dalam pasar keuangan mempunyai hubungan dengan anggota politik negara, yang mana pihak-pihak tersebut saling mendukung kepentingan satu sama lain. Otoritas negara ikut andil dalam mengelola perusahaan dan mengendalikan perusahaan yang ada di dalam pasar keuangan. Di sisi lain, otoritas negara tidak memiliki *skill* manajemen yang tepat dalam menjalankan perusahaan secara efektif. Sebagian dari otoritas negara hanya mencari keuntungan pribadi dari perusahaan-perusahaan tersebut (Gupta, 2005).

H3: Kepemilikan saham mayoritas (majority shareholders) berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

Pengaruh Pertumbuhan Pasar dengan Nilai Perusahaan

Pertumbuhan pasar merupakan peluang bisnis dari faktor eksternal perusahaan yang tersedia di pasar. Pertumbuhan pasar diukur dari rasio selisih anatar penjualan tahun lalu dikurangi penjualan taun sekarang lalu dibagi dengan penjualan taun lalu (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Pertumbuhan pasar yang tinggi menunjukkan peluang pasar yang bagus.

Hal ini didukung oleh teori sinyal yang menyatakan bahwa pertumbuhan pasar yang tinggi akan memberikan sinyal positif dan menarik minat investor untuk menanamkan modal pada perusahaan karena dapat dilihat bahwa perusahaan memiliki prospek yang bagus pada masa yang akan datang.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007) menyatakan bahwa pertumbuhan pasar yang baik atau meningkat pada tiap periodenya, menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin membaik kemudian berimplikasi pada investor yang merespon positif pada harga saham perusahaan. Jika harga saham perusahaan terus naik maka nilai perusahaan juga akan meningkat.

H4 : Pertumbuhan pasar berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Ukuran Dewan Direksi dengan Nilai Perusahaan

Anggota dewan yang dimaksud adalah direktur dari dalam maupun luar perusahaan. Direktur eksternal bukan berasal dari dalam perusahaan tetap mempunyai andil dalam peningkatan nilai finansial karena memiliki pengetahuan serta pemahaman yang tinggi (Fama and Jensen, 1983; Baysin and Butler, 1985). Sedangkan direktur internal adalah pihak dari dalam perusahaan yang sudah dipekerjakan menurut kompetensi

dan pemahamannya dalam menjalankan kegiatan perusahaan. Pihak internal akan memberikan informasi perusahaan kepada pihak eksternal, sehingga pihak eksternal dapat membuat keputusan keuangan dengan tepat (Stiles and Taylor, 1993). Dalam hipotesis ini, peneliti akan menggunakan teori pemangku kepentingan dalam mengukur pengaruh ukuran dewan direksi terhadap nilai perusahaan.

Teori pemangku kepentingan yang bertentangan dengan teori keagenan. Teori ini menyatakan terdapat pengaruh positif antara ukuran dewan direksi dengan nilai perusahaan. Teori ini menjelaskan bahwa banyaknya anggota dewan dapat memutuskan kebijakan-kebijakan perusahaan dengan lebih baik. Besarnya ukuran dewan direksi menuntut anggota dewan dalam peningkatan pemahaman yang berkaitan dengan korporasi. Teori pemangku kepentingan menjelaskan bahwa anggota dewan dapat menghindari keputusan yang irasional dalam pembuatan kebijakan karena adanya persaingan yang sehat didalamnya. Teori pemangku kepentingan mempunyai asas untuk bekerja demi perusahaan bukan demi keuntungan pribadi. Dewan direksi dalam kasus ini adalah pihak yang independen dalam mengambil keputusan guna mengurangi terjadinya investasi berlebihan ataupun investasi berkurang dari arus kas bebas.

H5: Ukuran dewan direksi yang semakin besar berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Tingkat Suku Bunga dengan Nilai Perusahaan

Apabila persentase suku bunga meningkat dapat berdampak pada pihak investor yang akan memberikan sinyal positif untuk menanamkan dananya pada sektor perbankan dan mengurangi minat investor untuk menanamkan dana ke pasar modal. Apabila investor tidak tertarik melakukan penanaman dana di pasar modal, maka harga saham perusahaan dapat dipastikan turun dan berdampak pada penurunan nilai perusahaan. Berdasarkan teori sinyal pada suku bunga dengan persentase yang tinggi dapat berdampak pada berkurangnya minat pihak investor untuk menginvestasikan dana nya ke pasar modal sehingga aktivitas perdagangan akan menurun dan nilai perusahaan akan menurun merupakan sinyal negatif bagi perusahaan.

H6 : Suku bunga berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Tingkat Inflasi dengan Nilai Perusahaan

Tingkat inflasi yang stabil merupakan salah satu faktor utama bagi keselarasan perekonomian negara yang pada berdampak kepada peningkatan kesejahteraan masyarakat (Rosy T.W., M. Theresia, 2013). Hal lain dijelaskan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang menyatakan bahwa dengan adanya inflasi yang rendah memiliki dampak pada kemampuan daya beli masyarakat yang menurun. Karena dengan bertambahnya persentase tingkat inflasi akan memiliki dampak pada menurunnya tingkat *sales*, yang akan menyebabkan penurunan laba perusahaan. Berdasarkan teori sinyal dengan menurunnya laba perusahaan membuat pihak investor tidak lagi tertarik untuk menanamkan investasi. Sinyal yang dihasilkan adalah sinyal negatif dengan kesimpulan yang didapat adalah permintaan menurun dan akan berakibat pada harga saham yang ikut melemah. Menurunnya harga saham mampu mengakibatkan melemahnya nilai perusahaan.

H7: Tingkat inflasi berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel terikat yang diwakili oleh nilai perusahaan merupakan variabel yang bisa dipengaruhi atau bisa saja menjadi variabel yang menjadi akibat, karena adanya variabel bebas. Jadi, variabel dependen diharapkan menjadi variabel yang dapat dipengaruhi oleh

variabel independen. Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan variabel nilai perusahaan yang akan diukur menggunakan Tobin's Q sebagai variabel dependen.

Variabel yang digunakan dalam variabel ini adalah Tobin's Q. Tobin's Q dihitung dengan menjumlahkan hasil dari kapitalisasi pasar ditambah total aset ditambah total ekuitas. Dimana pencarian hasil kapitalisasi pasar dihitung dari perkalian antara jumlah saham beredar dengan harga saham. Penjumlahan tersebut kemudian dibagi dengan total aset.

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market Capitalization} + \text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas}}{\text{Total Aset}}$$

Variabel dalam penelitian ini terdiri dari kepemilikan saham institusional, kepemilikan saham manajerial, kepemilikan saham mayoritas, pertumbuhan pasar yang dihitung dari selisih penjualan tahun ini dengan penjualan tahun lalu kemudian dikali seratus persen, ukuran dewan direksi, tingkat suku bunga tahunan, dan tingkat inflasi tahunan.

Populasi dan Sampel

Populasi yang menjadi objek penelitian ini adalah perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2014 yang menerbitkan laporan tahunan serta laporan keuangan.

Metode pengambilan sampel yang digunakan di dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling*, berupa pengambilan sample dengan kriteria sesuai dengan pertimbangan tertentu (Jogiyanto, 2004), dengan kriteria :

1. Perusahaan mempublikasikan laporan keuangan 31 Desember 2011, 31 Desember 2012, 31 Desember 2013, 31 Desember 2014.
2. Struktur modal perusahaan harus memuat kepemilikan manajerial tiap tahun yang digunakan sebagai sample.
3. Perusahaan menggunakan mata uang Rupiah selama periode 2011-2014.

Jenis dan Sumber Data

Pada penelitian ini data yang digunakan adalah data yang bersifat sekunder. Data sekunder adalah jenis data yang di peroleh kemudian dikumpulkan dan disatukan oleh riset-riset sebelumnya atau yang diterbitkan oleh berbagai instansi bersangkutan dan dituukan untuk umum sebagai sumber data penelitian berikutnya. Biasanya data sekunder mencakup sumber tidak langsung berupa data dokumentasi dan arsip-arsip resmi. Peneliti akan mengambil data yang tercantum pada *fact book* serta buku tahunan perusahaan yang telah di download pada web (<http://www.idx.co.id/>).

Metode Analisis

Uji hipotesis menggunakan alat regresi berganda. Pemilihan regresi berganda untuk mengetahui besarnya pengaruh dari setiap variabel independen terhadap variable dependen. Persamaan regresi berganda sebagai berikut :

$$Q_{it} = \alpha_0 + \beta_1 KM_{it} + \beta_2 KepI_{it} + \beta_3 KepMan_{it} + \beta_4 PPas_{it} + \beta_5 \log UD_{it} + \beta_7 SB_{it} + \beta_8 INF_{it}$$

Keterangan :

KM	= Kepemilikan Mayoritas
KepI	= Kepemilikan Intitusional
KepMan	= Kepemilikan Manajerial
PPas	= Pertumbuhan Pasar
UD	= Ukuran Dewan

SB = Suku Bunga
INF = Tingkat Inflasi

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Dalam penelitian ini, yang menjadi objek penelitian adalah seluruh perusahaan non-keuangan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia periode tahun 2014 yang menerbitkan laporan tahunan dan laporan keuangannya. Sampel penelitian merupakan perusahaan – perusahaan didalam objek penelitian yang memenuhi kriteria-kriteria yang telah ditentukan. Rincian objek dan sampel penelitian dijelaskan pada tabel 1 berikut:

Tabel 1
Objek Penelitian

Keterangan	Jumlah
Populasi perusahaan manufaktur 1 tahun	82
Perusahaan manufaktur yang tidak memiliki saham manajerial tiap tahun	(36)
Perusahaan manufaktur memenuhi kriteria untuk dijadikan sampel	46
Sampel perusahaan manufaktur pada periode 2011-2014	184
Data yang di outlier tahun 2011	(5)
Data yang di outlier tahun 2012	(2)
Data yang di outlier tahun 2013	(1)
Data yang di outlier tahun 2014	(4)
Total sampel penelitian periode 2011-2014	172

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk mengetahui persebaran data-data penelitian dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, nilai maksimum, dan nilai minimum. Statistik deskriptif dan distribusi frekuensi seluruh variabel – variabel penelitian disajikan pada tabel 2 di bawah ini.

Tabel 2
Statistik Deskriptif Variabel

	Sampel	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
TobinsQ	172	1,0405	7,2695	1,518651	0,5560297
Kep. Instusional	172	0,0779	0,9565	0,615024	0,1882838
Kep. Manajerial	172	0,0001	0,9510	0,075329	0,1370909
Kep. Mayoritas	172	0,0896	0,9565	0,475155	0,1897205
Pertumbuhan Pasar	172	-0,8789	13,3485	0,273201	1,526638
Dewan Direksi	172	2	13	5,605	2,3806
Suku Bunga	172	0,0575	0,0775	0,067500	0,0088610
Inflasi	172	0,04	0,08	0,0621	0,02175
Valid N (listwise)	172				

Sumber : data sekunder yang diolah, 2016

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik yang dilakukan pada penelitian ini terdiri atas uji normalitas, uji multikolonieritas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas. Dari seluruh uji asumsi klasik yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa :

- Uji normalitas dengan uji *kolmogorov-smirnov* menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,738. Dengan nilai probabilitas yang lebih dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa residual data penelitian terdistribusi secara normal.
- Uji multikolonieritas menunjukkan nilai *tolerance* masing-masing variabel yang lebih besar dari 0,10 serta nilai VIF masing-masing variabel yang tidak lebih dari 10. Berdasarkan hasil tersebut, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolonieritas pada model regresi penelitian ini.
- Uji heteroskedastisitas dengan grafik *scatterplot* (terlampir) menunjukkan persebaran titik-titik pada grafik yang tidak menunjukkan pola tertentu. Dengan demikian, data-data penelitian ini heteroskedastisitas atau memiliki nilai *variance* yang berbeda.

Uji Hipotesis

Uji hipotesis yang dilakukan pada penelitian menggunakan uji regresi berganda dengan asumsi *ordinary least square*. Hasil uji yang telah dilakukan ditampilkan pada tabel 3.

Tabel 4
Hasil Uji Hipotesis

Hipotesis			Koefisien	Hasil	Keputusan
H1	Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q).	(+)	-0,072	0,029	Dierima
H2	Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q).	(+)	-0,34	0,003	Diterima
H3	Kepemilikan saham mayoritas berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q).	(-)	0,174	0,083	Ditolak
H4	Pertumbuhan pasar berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q).	(+)	-0,021	0,101	Ditolak
H5	Proporsi dewan direksi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q).	(+)	0,009	0,030	Diterima
H6	Tingkat suku bunga berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q).	(-)	3,927	0,619	Ditolak
H7	Inflasi berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q).	(-)	-1,799	0,578	Ditolak

Sumber : data sekunder yang diolah, 2016

Hasil uji regresi dikatakan mendukung hipotesis penelitian apabila menunjukkan nilai probabilitas kurang dari 0,1. Hasil uji koefisien determinasi pada uji regresi yang menunjukkan nilai *adjusted R square* sebesar 0,099 yang menunjukkan bahwa variabilitas variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen sebesar 9,9 %.

Interpretasi Hasil

Hipotesis 1

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan, variabel kepemilikan saham institusional memiliki nilai signifikansi 0,029 dimana angka tersebut lebih kecil dari 0,05 dan memiliki nilai *t* sebesar -0,740. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan saham institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Teori agensi menyatakan bahwa banyaknya informasi yang diungkapkan perusahaan dapat mencegah asimetri informasi, terutama bagi investor *outsider*. Teori sinyal menyatakan bahwa suatu laporan tahunan perusahaan dapat menjadi sinyal atau tanda apakah perusahaan layak untuk ditanami investasi. Kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham biasa oleh institusi lain di luar perusahaan.

Berdasarkan hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa rasio kepemilikan saham institusional menjadi faktor penentu efektivitas pengawasan yang diberlakukan oleh perusahaan guna mengawasi pihak manajemen. Hasil pada penelitian ini menggambarkan bahwa kepemilikan saham institusional yang tinggi dapat menjamin meningkatnya nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini didukung oleh Sujoko dan Soebiantoro U. (2007) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya penelitian ini tidak didukung oleh Susanti dan Mildawati (2014) dengan hasil yang sama yaitu kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis 2

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan, variabel kepemilikan saham manajerial memiliki nilai signifikansi 0,003 dimana angka tersebut lebih kecil dari 0,05 dan memiliki nilai *t* sebesar -0,340. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan saham institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Teori agensi menyatakan bahwa banyaknya informasi yang diungkapkan perusahaan dapat mencegah asimetri informasi. Hasil tersebut menjelaskan bahwa proporsi kepemilikan manajerial yang tinggi akan mengakibatkan melemahnya nilai perusahaan dengan berasumsi bahwa pihak manajemen sebagai pemilik perusahaan maka pihak manajemen akan melakukan segala upaya dalam peningkatan harga saham dan kesejahteraan diri sendiri karena telah berhasil dalam upaya peningkatan nilai perusahaan. Pada penelitian ini membuktikan bahwa pihak manajerial memiliki sifat *self interest*.

Hasil tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan Susanti dan Mildawati (2014) bahwa kepemilikan manajerial signifikan terhadap nilai perusahaan, tetapi tidak pada penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro U. (2007) dengan hasil kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan tidak signifikan.

Hipotesis 3

Berdasarkan hasil yang telah diolah SPSS menyatakan bahwa kepemilikan saham mayoritas memiliki tingkat signifikansi sebesar 0,083 dimana angka tersebut lebih besar dari 0,05. Dan memiliki nilai *t* sebesar 1,745. Hasil tersebut menjelaskan bahwa

kepemilikan saham mayoritas berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Teori agensi menyatakan bahwa banyaknya informasi yang diungkapkan perusahaan dapat mencegah asimetri informasi. Kepemilikan saham mayoritas yang tinggi belum tentu akan menurunkan nilai perusahaan karena pemegang saham mayoritas bisa saja memiliki pola pikir yang berbeda untuk memajukan perusahaan dan menaikkan harga saham pada pasar dan meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Kashif Rashid Sardar M.N. Islam (2003) bahwa kepemilikan saham mayoritas berdampak negatif pada nilai perusahaan. Tetapi penelitian ini didukung oleh Sujoko dan Soebiantoro U. (2007).

Hipotesis 4

Dengan hasil signifikansi sebesar 0,010 dimana angka tersebut lebih besar dari 0,05. Dan nilai t sebesar -0,021 menyatakan bahwa dengan hasil tersebut maka hubungan pertumbuhan pasar terhadap nilai pertumbuhan tidak signifikan.

Teori sinyal menyatakan bahwa suatu laporan tahunan perusahaan dapat menjadi sinyal atau tanda apakah perusahaan layak untuk ditanami investasi. Pertumbuhan pasar bukanlah merupakan faktor penentu dalam menaikkan nilai perusahaan. Pertumbuhan pasar memiliki faktor-faktor internal maupun eksternal yang tidak dapat dikendalikan oleh perusahaan. Hasil ini tidak didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro U. (2007) yang menyatakan bahwa pertumbuhan pasar signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis 5

Dengan hasil signifikansi sebesar 0,030 dimana angka tersebut lebih kecil dari 0,05 dan nilai t sebesar 0,196 maka dapat dijelaskan bahwa hubungan ukuran dewan direksi signifikan terhadap nilai perusahaan.

Teori pemangku kepentingan menyatakan bahwa tinggi rendahnya jumlah dewan direksi pada perusahaan merupakan faktor penentu untuk meningkatnya nilai perusahaan. Dewan direksi yang optimal memungkinkan rapat pengambilan keputusan yang lebih kompetitif dan fokus pada tujuan perusahaan karena mendapat masukan-masukan dari sesama pihak direksi sehingga memungkinkan dalam pengambilan keputusan yang optimal bagi perusahaan.

Hasil dari penelitian ini didukung oleh Sujoko dan Soebiantoro U. (2007) yang menyatakan bahwa hasil dari hubungan antara jumlah dewan direksi terhadap nilai perusahaan adalah signifikan.

Hipotesis 6

Hasil penelitian menyatakan bahwa nilai signifikansi sebesar 0,619 dan angka tersebut jauh diatas 0,05. Memiliki nilai t sebesar 0,498. Hal ini menyatakan bahwa hubungan antara tingkat suku bunga terhadap nilai perusahaan tidak signifikan.

Teori sinyal menyatakan bahwa suatu laporan tahunan perusahaan dapat menjadi sinyal atau tanda apakah perusahaan layak untuk ditanami investasi. Tingkat suku bunga bukan menjadi faktor penentu bahwa tingkat inflasi yang tinggi dapat menurunkan nilai perusahaan. Perusahaan memiliki strategi-strategi khusus dalam menghadapi faktor eksternal ini. Hasil pengujian ini tidak didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro U. (2007) yang menyatakan bahwa tingkat inflasi berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis 7

Dengan hasil signifikansi sebesar 0,578 dan nilai t sebesar -0,558. Dimana nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 maka hasil tersebut dapat dikatakan tidak signifikan antara hubungan inflasi dengan nilai perusahaan.

Teori sinyal menyatakan bahwa suatu laporan tahunan perusahaan dapat menjadi sinyal atau tanda apakah perusahaan layak untuk ditanami investasi. Meningkatnya nilai inflasi bukan menjadi alasan utama bahwa perusahaan akan kehilangan nilainya. Tingkat inflasi bukan menjadi faktor penentu bahwa tingkat inflasi yang tinggi dapat menurunkan nilai perusahaan. Perusahaan memiliki strategi-strategi khusus dalam menghadapi faktor eksternal ini. Hasil pengujian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Rosy T.W., M. Theresia (2013) yang menyatakan bahwa tingkat inflasi berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Kesimpulan

Penelitian ini digunakan untuk mengetahui pengaruh secara signifikan antara implementasi *Corporate Governance* dalam mempengaruhi nilai perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011-2014. Dengan menggunakan metode analisis regresi berganda terhadap 297 responden, dapat diperoleh kesimpulan sebagai berikut :

1. Penelitian pada hipotesis pertama menunjukkan bahwa terdapat pengaruh mekanisme *Corporate Governance* dalam hal kepemilikan saham mayoritas yang mempunyai arah positif dan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan.
2. Hasil penelitian pada hipotesis kedua menunjukkan bahwa terdapat pengaruh mekanisme *Corporate Governance* dalam hal kepemilikan saham institusional yaitu mempunyai nilai negatif dan berpengaruh secara signifikan pada kinerja perusahaan.
3. Hasil dari hipotesis ketiga menunjukkan bahwa terdapat pengaruh mekanisme *Corporate Governance* dalam hal kepemilikan saham manajerial yang mempunyai nilai positif dan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan.
4. Selanjutnya hipotesis keempat menunjukkan bahwa terdapat pengaruh mekanisme *Corporate Governance* dalam hal laju pertumbuhan pasar dengan hasil negatif dan tidak signifikan pada nilai perusahaan.
5. Hasil pengujian pada hipotesis kelima menunjukkan bahwa terdapat pengaruh mekanisme *Corporate Governance* dalam hal ukuran dewan direksi dengan positif dan signifikan pada nilai perusahaan.
6. Hasil pengujian pada hipotesis keenam menunjukkan bahwa terdapat pengaruh *Corporate Governance* dalam hal tingkat suku bunga yang memiliki nilai positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.
7. Hasil pengujian pada hipotesis ketujuh menunjukkan bahwa pengaruh mekanisme *Corporate Governance* dalam hal tingkat inflasi berpengaruh tidak signifikan dan mempunyai nilai negatif pada kinerja perusahaan.

Keterbatasan

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah:

1. Jumlah sampel yang terbatas karena tidak semua perusahaan memiliki struktur kepemilikan saham manajerial setiap tahun.

Saran

Berdasarkan kesimpulan diatas, maka dapat disimpulkan beberapa saran sebagai berikut :

1. Penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan jumlah sampel yang lebih banyak lagi yang diharapkan berguna untuk mendapatkan hasil yang lebih akurat dan meyakinkan.
2. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambah atau mengubah variabel-variabel yang sudah ada dengan yang baru dan diharapkan mampu melengkapi kesempurnaan dalam faktor-faktor yang berpengaruh terhadap mekanisme *Corporate Governance* yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

REFERENSI

- Aghion, P. and Bolton, J. (1992), "An incomplete contracts approach to financial contracting", *The Review of Economic Studies*, Vol. 59 No. 3, pp. 473-94.
- Ahunwan, B. (2003), *Globalization and Corporate Governance in Developing Countries*, Transnational Publishers, New York, NY.
- Anderson, R. and Reeb, D. (2003), "Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500", *The Journal of Finance*, Vol. 58 No. 3, pp. 1301-28.
- Bebchuk, L., Cohen, A. and Ferrell, A. (2004), "What matters in corporate governance?", working paper, Harvard Law School, Boston, MA.
- Claessens, S. and Djankov, S. (1998), "Ownership concentration and corporate performance in the Czech Republic", *Journal of Comparative Economics*, Vol. 27 No. 3, pp. 498-514.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. and Servaes, H. (2003), "International corporate governance and corporate cash holdings", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38 No. 1, pp. 111-33.
- Dwi Hastuti, Theresia. 2005. *Hubungan Good Corporate Governance dan Struktur Kepemilikan dengan Kinerja Keuangan*.
- Fama, E. and Jensen, M. (1983), "Separation of ownership and control", *The Journal of Law and Economics*, Vol. 26 No. 2, pp. 301-25.
- Grossman, S. and Hart, O. (1982), "Corporate financial structure and managerial incentives", in JMcCall, J. (Ed.), *The Economics of Uncertainty and Information*, University of Chicago Press, Chicago, IL.
- Gupta, N. (2005), "Partial privatization and firm performance", *Journal of Finance*, Vol. 60 No. 2, pp. 987-1015.



- Haniffa, R. and Cooke, T. (2000), “Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations”, paper presented at the Asian AAA world conference, Singapore.
- Herawaty, Vinola. 2008. Peran Praktek Corporate Governance sebagai Moderating Variable dari Pengaruh Earnings Management Terhadap Nilai Perusahaan.
- Himmelberg, C., Hubbard, R. and Palia, D. (1999), “Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 53 No. 3, pp. 353-84.
- Ghozali, Imam. (2011). Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM.SPSS 19 (edisi kelima.) Semarang: Universitas Diponegoro.
- Jensen, M. (1986), “Agency costs of free cash flows, corporate finance and takeovers”, *The American Economic Review*, Vol. 76 No. 2, pp. 323-9.
- Jensen, M. (1993), “Modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems”, *Journal of Finance*, Vol. 48 No. 3, pp. 831-80.
- Jomo, K. (1995), *Privatizing Malaysia - Rents, Rhetoric, Realities*, Westview Press, Oxford.
- Kaplan, S. and Minton, B. (1994), “Appointments of outsiders to Japanese boards: determinants and implications for managers”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 36 No. 2, pp. 225-58.
- Klapper, L. and Love, I. (2004), “Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10 No. 5, pp. 703-28.
- Kyereboah-Coleman, A. and Biekpe, N. (2006), “The relationship between board size board composition, CEO duality, and firm performance: experience from Ghana”, *Corporate Ownership and Control Journal*, Vol. 4 No. 2, pp. 114-22.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (1997), “Legal determinants of external finance”, *Journal of Finance*, Vol. 52 No. 3, pp. 1131-50.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (1998), “Law and finance”, *Journal of Political Economy*, Vol. 106 No. 6, pp. 1113-55.